# 山西兰花科技创业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、（第二期）2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report




让评级彰显价值

# 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司



地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话: 0755-82872897

传真：0755-82872090　　邮编: 518040　　网址：www.cspengyuan.com

# 山西兰花科技创业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、（第二期）2024年跟踪评级报告

## 评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|---|---|---|
| 主体信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 23 兰创 01 | AA+ | AA+ |
| 23 兰创 02 | AA+ | AA+ |

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：山西兰花科技创业股份有限公司（以下简称“兰花科创”或“公司”，股票代码：600123.SH）为地方国有上市煤炭企业，地处全国最大无烟煤基地之一的沁水煤田腹地，资源禀赋良好，近年来在建煤矿持续投产，煤炭主业生产经营规模进一步扩大，尽管 2023 年公司利润有所下降，但是净利润仍维持较高水平，经营活动现金流净额保持较大规模。同时中证鹏元也关注到，公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危及周期性行业，持续面临安全生产和环保压力，公司业绩对于煤价波动敏感程度较高，2023 年盈利能力及现金生成能力下降，同时在建煤矿存在持续的资金支出需求，且公司债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---|---|---|---|---|
| 总资产 | 316.07 | 309.37 | 303.42 | 287.26 |
| 归母所有者权益 | 156.62 | 166.43 | 154.96 | 130.64 |
| 总债务 | 97.64 | 83.06 | 86.78 | 100.88 |
| 营业收入 | 22.62 | 132.84 | 141.56 | 128.60 |
| 净利润 | 0.79 | 23.07 | 32.96 | 20.03 |
| 经营活动现金流净额 | 5.38 | 26.73 | 56.99 | 32.87 |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.40 | 0.24 | 0.91 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 12.25 | 14.38 | 8.58 |
| 总债务/总资本 | 38.41% | 33.24% | 36.19% | 43.89% |
| FFO/净债务 | -- | 81.55% | 179.30% | 50.19% |
| EBITDA 利润率 | -- | 37.10% | 48.40% | 41.64% |
| 总资产回报率 | -- | 11.49% | 16.69% | 12.70% |
| 速动比率 | 0.86 | 0.98 | 0.80 | 0.54 |
| 现金短期债务比 | 1.63 | 2.08 | 1.65 | 0.83 |
| 销售毛利率 | 29.05% | 41.68% | 54.50% | 47.47% |
| 资产负债率 | 50.46% | 46.09% | 49.58% | 55.10% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 评级日期

2024 年 6 月 5 日

## 联系方式

**项目负责人：**郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

**项目组成员：**宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- **公司煤炭资源禀赋良好，近年下属资源整合矿井逐步转入生产矿井，在产产能持续爬坡，主业竞争力持续巩固。**公司主要生产矿井位于全国最大无烟煤基地之一的沁水煤田腹地，主要开采煤种为优质无烟煤，公司煤炭资源储量较大，截至2023年末公司可采储量6.72亿吨，矿井剩余可开采年限较长，业务持续性较好；同时公司区位条件较好，目前各矿均有铁路专用线与主要干线接轨；截至2023年末，公司控制的各类矿井共计12个，包含10个生产矿井和2个在建资源整合矿井，年设计生产能力1,590万吨，2023年煤炭总产量增长20.46%。其中2023年以来同宝煤业和沁裕煤矿转入生产矿井，未来随着产能爬坡，煤炭生产规模有望进一步扩大，目前公司仍拥有 2 座在建的资源整合矿井，设计产能合计180万吨/年，其中百盛煤业90万吨/年矿井三期工程在建，2024年3月已进入联合试运转。

## 关注

- **公司主营业务具有较强的周期性，盈利能力对于煤价波动敏感程度较高。**公司煤炭产品下游应用领域较为广泛，供需结构受宏观经济环境和政策调控影响较大；公司煤化工产品主要为尿素、二甲醚和己内酰胺，行情波动较大，2023 年公司二甲醚、已内酰胺成本价格持续倒挂，业务处于亏损状态；由于煤炭业务是公司主要的收入和利润来源，近年来煤价涨跌导致公司盈利能力存在较大波动，2023 年煤价回落导致公司 EBITDA 利润率较上年下降 11.30 个百分点，公司总资产回报率亦下降5.20个百分点。
- **2023 年现金生产能力下降，在建煤矿存在持续的资金支出需求，公司债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。**受盈利能力下降影响，2023年公司FFO规模大幅下降，同时公司投资性现金流主要用于在建煤矿建设，2023年累计净流出为3.82亿元，目前公司在建煤矿项目仍较多，仍需持续投入资金，截至2024年3月末，公司总债务规模为97.64亿元，规模不断增长，期限主要集中在三年以内，且一年内到期的短期债务占比较高，存在一定的集中偿付压力。
- **公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，安全生产和环保是公司始终将面临的压力。**公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，煤化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点；同时，煤炭和煤化工也属于高污染行业，随着近年来环保限制性政策和标准日趋严格，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求不断提高，以上因素均可能会导致公司在安全生产和环保方面的投入加大，同时公司也可能因未满足相关政策要求面临处罚或停产的风险，2023年公司下属化肥化工企业受环保限产和秋冬季错峰生产等因素影响，均施行了停产安排。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司煤炭资源储量较大，预计业务持续性较好，且仍有在建煤矿，产能有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

### 同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 甘肃能化 | 榆能集团 | 徐州矿务 | 兰花科创 |
|---|---|---|---|---|
| 总资产 | 308.33 | 1,020.13 | 648.53 | 309.37 |
| 营业收入 | 112.59 | 1,013.53 | 374.92 | 132.84 |
| 净利润 | 17.43 | 87.86 | 25.76 | 23.07 |
| 销售毛利率（%） | 35.89 | 11.55 | 15.65 | 41.68 |
| 资产负债率（%） | 46.67 | 52.25 | 57.38 | 46.09 |
| 煤炭产量（万吨） | 1,967.68 | 2,155.82* | 2,002* | 1,380.33 |

注：（1）甘肃能化为甘肃能化股份有限公司的简称、榆能集团为陕西榆林能源集团有限公司的简称、徐州矿务为徐州矿务集团有限公司的简称；（2）*表示为2022年数据，其他均为2023年数据。
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
| --- | --- |
| 煤炭企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果[7]

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 8/9 |
| | 行业&运营风险状况 | 6/7 | | 杠杆状况 | 8/9 |
| | 行业风险状况 | 4/5 | | 盈利状况 | 强 |
| | 经营状况 | 6/7 | | 流动性状况 | 6/7 |
| 业务状况评估结果 | | 6/7 | 财务状况评估结果 | | 8/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| **个体信用状况** | | | | | **aa+** |
| **外部特殊支持** | | | | | 0 |
| **主体信用等级** | | | | | **AA+** |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

## 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 23 兰创 01 | 10.00 | 10.00 | 2023-5-31 | 2028-2-24 |
| 23 兰创 02 | 10.00 | 10.00 | 2023-5-31 | 2028-4-20 |

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年2月24日发行5年期10亿元“23兰创01”，于2023年4月20日发行5年期10亿元“23兰创02”。“23兰创01”募集资金拟全部用于偿还回售的公司债券本金，“23兰创02”募集资金拟全部用于置换偿还公司债券本金的自有资金。截至2023年末，“23兰创01”债募集资金专项账户余额为2.09万元，“23兰创02”债募集资金专项账户余额为2.77万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。公司于2023年6月实施完成2022年度利润分配方案，以公司2022年末总股本114,240万股为基数，向全体股东每股派发现金红利1元（含税），每股派送红股0.3股，共计派发现金红利114,240万元，派送红股34,272万股，本次分配后公司总股本增至148,512万股。截至2024年3月末，公司注册资本及股本均为148,512.00万元，山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”）持有公司股份45.11%（无质押或冻结股份），仍为公司控股股东。公司实际控制人仍为晋城市人民政府国有资产监督管理委员会。

**表1 截至2024年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）**

| 序号 | 股东 | 持股数量 | 持股比例（%） |
|---|---|---|---|
| 1 | 山西兰花煤炭实业集团有限公司 | 669,942,000 | 45.11 |
| 2 | 香港中央结算有限公司 | 60,196,054 | 4.05 |
| 3 | 上海盘京投资管理中心（有限合伙）-盘京闻恒 2 期私募证券投资基金 | 19,454,742 | 1.31 |
| 4 | 上海盘京投资管理中心（有限合伙）-盘京闻恒私募证券投资基金 | 18,725,414 | 1.26 |
| 5 | 陈锦夏 | 15,996,935 | 1.08 |
| 6 | 陈阿菊 | 15,345,368 | 1.03 |
| 7 | 陈延河 | 12,677,960 | 0.85 |
| 8 | 中国建设银行股份有限公司－华泰柏瑞中证红利低波动交易型开放式指数证券投资基金 | 11,838,641 | 0.80 |
| 9 | 中国工商银行股份有限公司－富国中证红利指数增强型证券投资基金 | 11,770,174 | 0.79 |
| 10 | 文沛林 | 10,517,402 | 0.71 |

资料来源：公司2024年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司控股子公司山西兰花焦煤有限公司（以下简称“兰花焦煤”）通过山西省产权交易市场公开挂牌转让山西蒲县兰花兰兴煤业有限公司（以下简称“兰兴煤业”）71.7%的股权及相关债券，公示期满后，山西聚利能源有限公司摘牌取得上述股权及相关债权，转让价格为49,895.92万元。双方已于

2023年6月15日完成工商变更登记，兰兴煤业不在纳入公司合并报表范围。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

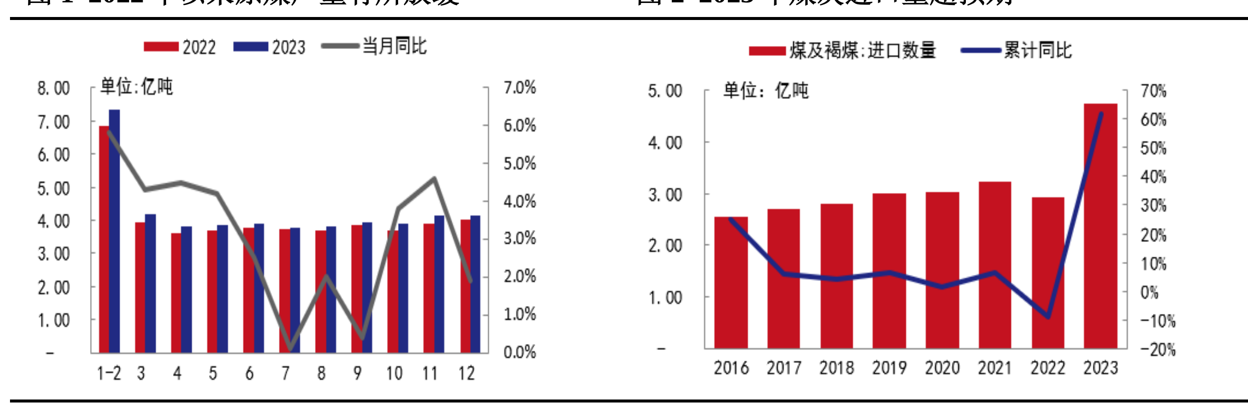


**2023年国内煤炭保供与安监再平衡，受产地供给约束影响，2023年全国原煤产量增速有所放缓，但煤炭进口量超预期，预计2024年供给增量空间有限**

保供压力逐步缓解，2023年以来煤炭行业安监力度加码。随着核增产能有效释放，2022年全国原煤日均产量基本维持在1,200万吨以上的历史高位水平，2023年以来相关部门虽仍强调增产保供稳价，但保供压力逐步缓解。由于煤矿长期高强度生产，2023年国内煤矿安全事故频发，引发安全监管力度升级。2023年9月，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出严格矿山安全生产准入，“停止新建产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出、冲击地压、水文地质类型极复杂的煤矿”，严格审批矿山安全生产许可；同时对矿山企业主体，要求“主要负责人应当定期到生产现场督促检查安全生产工作，严禁下达超能力生产计划或者经营指标”。2024年2月国务院公布了《煤矿安全生产条例》，于5月1日起实施。受产地供给约束影响，2023年前三季度行业产能利用率波动回落，四季度进入旺季后有所回升。

受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。根据国家统计局数据，2023年全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%。具体来看，2023年1-2月，全国煤炭产量7.34亿吨，同比增加5.8%，其后上半年增速呈现缓慢下降趋势，7-9月煤矿事故频发导致安监趋严，煤炭产量增速大幅下降，但各月同比增速仍为正值，四季度进入需求旺季后原煤产量增速有所回升。整体来看，原煤产量保持小幅增长，但增速较2022年的9%降幅明显。进口方面，进入2023年后，受益于在零关税政策续期、通关便利及外部环境改善，煤炭进口量大幅增长，进口增长叠加2022年低基数因素影响，2023年煤炭进口同比增长61.8%。

**图 1 2022 年以来原煤产量有所放缓**　　**图 2 2023 年煤炭进口量超预期**



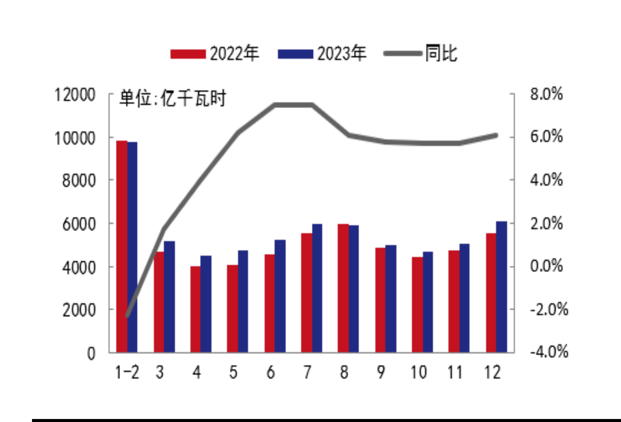

资料来源：Wind，中证鹏元整理　　资料来源：Wind，中证鹏元整理

预计2024年我国煤炭供应端增长空间有限。一方面，此前一轮保供政策下的核增产能已陆续释放，在煤炭供需结构持续改善至基本平衡的环境下，煤炭新增产能或将减少。存量产能利用方面，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，再加上安全事故影响下安监常态化，使产能利用率难以在高位长期保持。此外，2024年我国恢复煤炭进口关税，同时海外主要煤炭出口国产量、出口量国难以大幅增长，但印度等国需求较为旺盛，预计进口煤价格优势减弱，进口煤高增长难以为继。

**2023年下游电煤需求仍具韧性，非电用煤需求整体有所企稳，预计2024年煤炭消费需求保持增长，中短期内煤炭锚定国内能源基本盘**

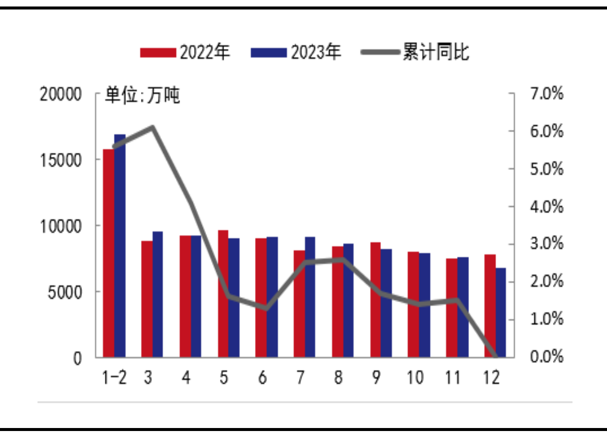
2023年火电产量保持增长，钢铁等非电耗煤需求有所企稳。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的80%左右，其中电煤消费占比超过50%。电力方面，2023年火电发电量为6.23万亿千瓦时，同比增长6.1%，与全社会用电量同期同比增速6.7%基本相当。钢铁方面，2023年我国累计粗钢产量为10.19亿吨，与上年度产量基本持平，在连续两年下降后企稳。一方面受2023年废钢供应短缺影响，高炉减产压力减轻；另一方面，2023年需求结构改变，板材需求增长拉动高炉产品的需求。建材方面，2023年全国水泥产量20.23亿吨，同比下降0.7%，降幅较去年明显收窄。整体来看，2023年全年电煤需求整体较有韧性，非电用煤需求相较于2022年整体低迷的状态已有所企稳。

**图 3 2023 年火电产量保持增长**




资料来源：Wind，中证鹏元整理

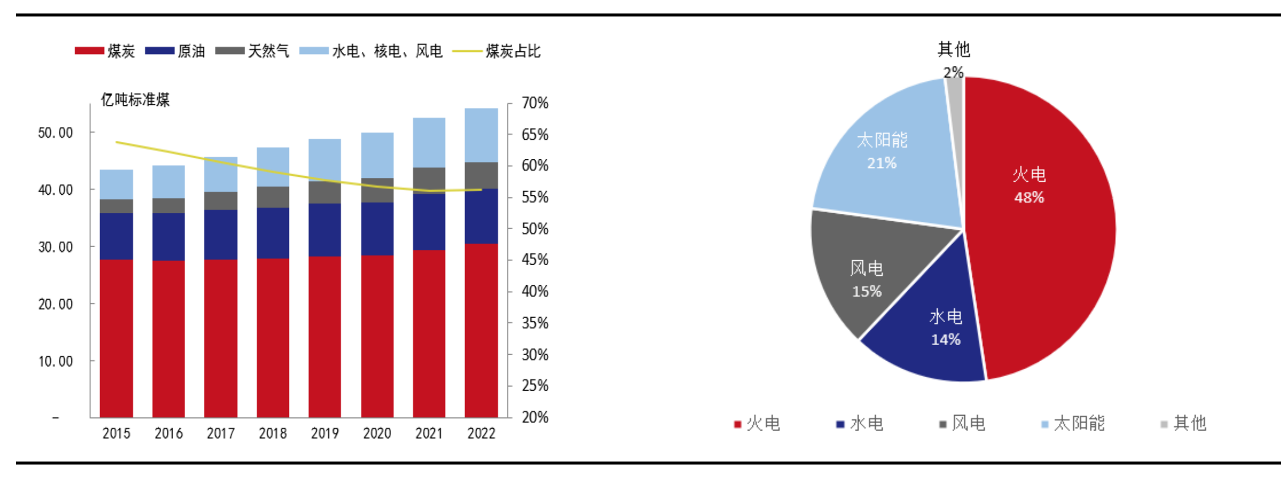
**图 4 2023 年粗钢产量较上年基本持平**




资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭锚定国内能源基本盘，预计2024年煤炭消费保持增长。从电煤装机来看，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。截至2023年末，全国全口径发电装机容量为29.20亿kw，其中火电装机13.90亿kw，占比为48%，在电力结构中占据主导地位。近年来受保供形势影响，火电项目核准开工全面提速，2022年以来煤电项目密集上马。2023年国内新增火电装机容量约5,800万千瓦，同比增长4%。同时2023年国内火电电源基本建设投资完成额1,029亿元，同比增长15%，预计未来两年内将有一定规模煤电机组集中投产。在保障电力系统稳定安全的目标下，同时考虑到清洁能源的消纳问题，我们认为煤电的压舱石作用进一步凸显，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，2024年电煤需求仍将保持增长。炼焦煤方面，预计2024年粗钢产量在控产基调下将维持在高位水平，炼焦煤需求整体保持稳定。

**图 5 我国煤炭在一次能源消费的占比** **图 6 我国电力装机结构仍以火电为主**

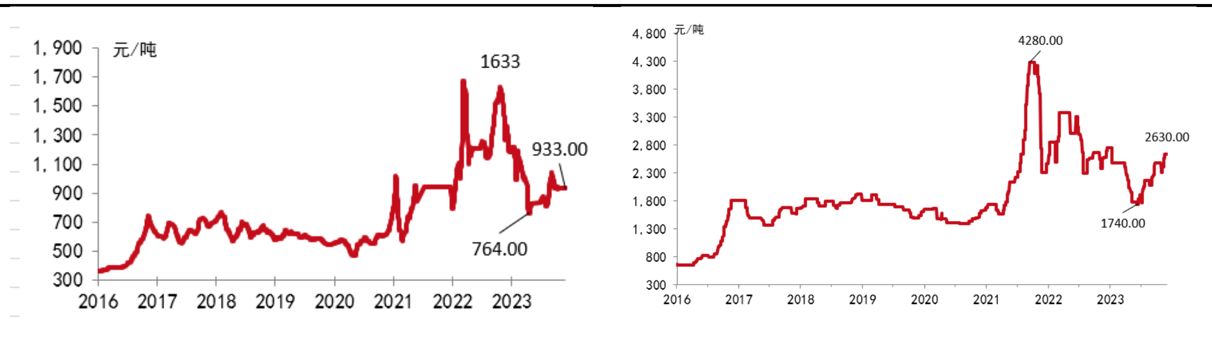



资料来源：公开资料，中证鹏元整理 资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小，预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持高位运行**

2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移。动力煤方面，2023年上半年，由于进口量增长较快、社会库存高企等因素，供需整体偏宽松，港口动力煤价格明显回落，4月下旬下降至764元/吨，其后在840元/吨以下小幅波动；三季度煤矿相关事故较多导致安监加强，短期供给走弱，同时进口煤量高位回落，叠加非电需求回暖，动力煤价波动回升，最高涨至1,035元/吨，进入四季度后随原煤产量恢复，价格逐步稳定至930元/吨上下。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，2023年上半年受蒙古和俄罗斯炼焦煤进口增量冲击，国内焦煤价格出现显著下跌，下半年起受焦煤进口冲击大幅减弱、海外炼焦煤需求强劲以及山西煤矿安全事故供给扰动的支撑，炼焦煤价格大幅反弹。整体来看，全年价格呈先跌后涨，价格中枢较2022年有所下移。

**图 7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动** **图 8 京唐港山西产主焦煤价格先跌后涨**




资料来源：Wind，中证鹏元整理 资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2024年煤炭价格将继续维持高位。随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解；国内新建产能规模有限，中东部地区

产能继续衰竭并退出；再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动；预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，煤炭价格将继续维持高位。长协煤方面，2023年11月，国家发改委发布了《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相较于2023年，方案将需求方范围缩小且签约量要求有所降低，预计2024年长协煤供应量将有所下降。2024年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体而言，2024年煤炭中长期合同价格仍维持稳定，预计市场煤供应或将提高。

**2023年尿素行业产能恢复扩张，供应量明显增长，下游农业领域需求整体平稳，尿素市场价格承压，全年震荡回落**

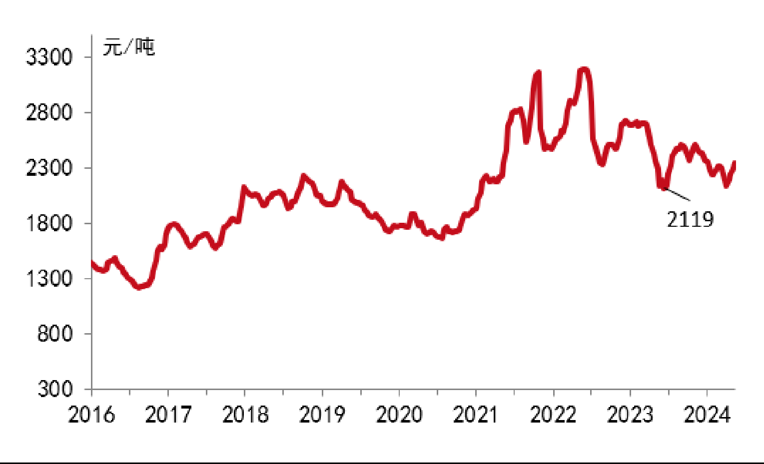
尿素是由碳、氮、氧、氢组成的有机化合物，是最简单的有机化合物之一，上游主要来源是煤和天然气，下游产品则包括了单肥或复合肥、三聚氰胺等，最主要的应用领域是农业，另外在工业、化妆品等领域也有应用。依据尿素的生产工艺分类可以分为煤头尿素、天然气尿素以及焦炉气尿素，目前国内以煤头尿素为主。

2022年以前受行业供给侧改革影响，我国尿素行业集中推动一批废旧落后产能退出，国内尿素产能处于缩减态势。随着落后产能的持续出清，尿素行情的好转带动行业企业的开工积极性自2022年以来有所恢复，使得产能逐步增加。据第三方机构统计，2023年，中国尿素行业基本完成了新旧产能的置换，随着下半年一部分新增产能投产，目前产能已增加至7,381万吨。根据中国氮肥工业协会预计，2024年国内新增产能469万吨，其中335万吨在上半年投产。2023年我国尿素产量6,291.5万吨实物，同比增长9.2%，由于盈利的驱动加上保供政策支持，企业开工积极性提升，产量亦出现了明显的扩张。

从下游来看，2022年全国耕地面积19.14亿亩，较上年末净增加约130万亩，2022年我国粮食作物播种面积进一步增加到118,332千公顷，比上年增加701千公顷，在粮食安全战略背景下，玉米、小麦等粮食作物的农耕面积将稳步增长。2023年1号文件中提到，粮食稳产保供仍排在首位。在国家重视粮食问题的大背景下，全年粮食产量再创历史新高，总产量达13,908.2亿斤，比上年增加177.6亿斤，增长1.3%，连续9年稳定在1.3万亿斤以上。农业领域端尿素需求整体平稳。

价格方面，2023年尿素价格处于震荡回落。2023年上半年受春季备肥影响，市场供需基本平衡，二季度由于下游需求恢复水平不及预期，叠加新增产能释放，价格出现大幅下行。进入下半年出口订单大幅增加，农业需求好转，价格止跌回升，但随着新增产能接连投产以及下游淡储备货影响，价格维持振荡趋势。

图9 2023年国内尿素市场价格中枢回落




资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

**公司煤种品质较好，资源储量较大，区位交通便利，近年来公司资源整合矿井逐步转入生产矿井，业务规模持续扩大，且百盛煤矿2024年已投入联合试运转；随着新增产能持续爬坡，2023年煤炭产销量继续上升，但未抵消煤价回落的影响，全年煤炭收入小幅下降，考虑到目前煤价仍处于相对高位，需关注其后续走势对公司业绩的影响；2023年公司部分煤化工产品价格持续倒挂，煤化工业务整体业绩继续下滑**

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭的生产和销售，同时积极发展煤化工产业。目前公司主要化工产品为尿素、二甲醚和己内酰胺。2023年公司煤炭业务及煤化工业务收入占比分别为72.28%和27.52%，由于近年来煤炭市场整体较为景气，煤炭业务收入占比较高。毛利率方面，2023年公司煤炭业务利润水平有所回落，致使公司销售毛利率明显下降，但煤炭业务仍是毛利润的主要来源。2024年一季度实现营业收入22.62亿元，同比下降25.03%，主要是由于一季度煤炭价格较去年同期下降所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | | | 2022 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 煤炭业务 | 96.01 | 72.28% | 47.86% | 100.55 | 71.03% | 64.92% |
| 煤化工 | 36.56 | 27.52% | 25.53% | 40.74 | 28.78% | 29.20% |
| 其他业务 | 0.27 | 0.20% | 28.82% | 0.26 | 0.19% | -9.00% |
| **合计** | **132.84** | **100.00%** | **41.68%** | **141.56** | **100.00%** | **54.50%** |

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

### （一）煤炭板块

➢ **资源禀赋及生产潜能**

公司主要生产矿井位于全国最大的无烟煤基地之一——沁水煤田腹地，资源优势突出。公司开采的煤种主要为无烟煤，主要产品“兰花”牌煤炭属于高价优质煤种，适用于电力、化工、冶金、化肥、建材等行业。公司煤炭运输较为便捷，目前公司各矿均有铁路专用线与太焦（太原—焦作）线等主要干线接轨；同时公路运输可辐射中、东部地区。

截至2023年末，公司控制的各类矿井共计12个，包含10个生产矿井和2个在建资源整合矿井，资源量15.40亿吨、可采储量6.72亿吨，年设计生产能力1,590万吨，可采年限均较长。其中，截至2023年末公司在建矿井2个，设计年生产能力180万吨，资源保有储量1.32亿吨，可采储量0.55亿吨，未来随着在建煤矿的陆续投产，公司生产规模有望进一步扩大。同时，公司参股41%的山西亚美大宁能源有限公司（以下简称“大宁能源”），煤矿年产能400万吨。此外，2023年公司将兰花焦煤公司将所持兰兴煤业的股权及相关债权已完成公开挂牌转让。整体来看，公司煤种品质较好，运输条件较为便捷，煤炭资源储量较大，且矿井剩余可开采年限较长，煤炭业务整体持续性较好。

**表3 截至2023年末公司控制的矿井情况（单位：平方千米、亿吨、万吨/年、年）**

| 矿井类型 | 矿井名称 | 煤种 | 井田面积 | 资源量 | 可采储量 | 产能 | 2023年产量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 生产矿井 | 大阳煤矿 | 无烟煤 | 17.8 | 1.42 | 0.63 | 180.00 | 193.02 |
| | 唐安煤矿 | 无烟煤 | 24.73 | 2.43 | 0.87 | 180.00 | 214.13 |
| | 伯方煤矿 | 无烟煤 | 27.5 | 2.56 | 1.45 | 210.00 | 210.13 |
| | 望云煤矿 | 无烟煤 | 16.65 | 1.32 | 0.44 | 120.00 | 80.17 |
| | 宝欣煤矿 | 焦煤 | 6.02 | 0.47 | 0.16 | 90.00 | 95.12 |
| | 口前煤矿 | 动力煤 | 4.3 | 0.72 | 0.21 | 90.00 | 131.72 |
| | 永胜煤矿 | 动力煤 | 7.36 | 1.63 | 0.55 | 120.00 | 145.25 |
| | 玉溪煤矿 | 无烟煤 | 26.15 | 2.11 | 1.30 | 240.00 | 253.05 |
| | 同宝煤矿 | 无烟煤 | 9.85 | 0.98 | 0.30 | 90.00 | 18.37 |
| | 沁裕煤矿 | 无烟煤 | 11.12 | 0.44 | 0.27 | 90.00 | 39.37 |
| 资源整合矿井 | 百盛煤矿 | 无烟煤 | 6.91 | 0.60 | 0.24 | 90.00 | - |
| | 芦河煤业 | 无烟煤 | 9.18 | 0.72 | 0.31 | 90.00 | - |
| **合计** | - | - | **167.57** | **15.40** | **6.72** | **1,590.00** | **1,380.33** |

注：百盛煤矿 90 万吨/年矿井已于 2024 年 3 月投入联合试运转。
资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司在建煤矿及煤矿延伸项目总投资30.78亿元，截至2023年末已累计投资12.29亿元，尚需投资18.48亿元；其中百盛煤业90万吨技改项目，土建、井巷、机电运输等工程基本完工，2024年3月进入联合试运转；芦河煤业90万吨/年矿井已开始建设，各项工程有序推进。整体来看，公司产能仍有进一步上升空间，但在建项目存在较大的资金支出需求。

**表4 截至2023年末公司主要在建煤矿项目情况（单位：万吨/年、亿元）**

| 项目名称 | 预计产能 | 计划总投资 | 2023 年投资额 | 累计已投资 |
|---|---|---|---|---|
| 百盛煤业 90 万吨技改项目 | 90 | 9.78 | 2.82 | 8.24 |
| 芦河煤业 90 万吨技改项目 | 90 | 7.14 | 0.72 | 3.26 |
| 大阳煤矿水平延深（配采）项目 | - | 5.29 | 0.26 | 0.34 |
| 永胜煤业下组煤水平延深项目 | - | 2.09 | 0.22 | 0.24 |
| 唐安煤矿水平延深（配采）项目 | - | 6.48 | 0.09 | 0.22 |
| **合计** | **180** | **30.78** | **4.11** | **12.29** |

注：百盛煤业和芦河煤业技改项目总投资进行了调整。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➢ **产销能力及成本控制**

随着同宝、沁裕两座90万吨/年资源整合矿井正式转入生产矿井，2023年末公司总产能为1,410万吨/年，当年实现煤炭产量1,380.33万吨，随着玉溪煤矿产能的逐步爬坡，总产量同比增长20.46%，产能利用率达到97.89%。整体而言，公司下属煤矿产能利用率水平较高，生产较为饱和。

2023年公司实现原煤销量1,298.83万吨，同比增长11.65%，产销率为94.10%。销售价格方面，2023年公司煤炭销售价格高位回落，全年销售均价为739.13元/吨，同比下降21.75%。受煤炭价格回落影响，2023年公司合计实现煤炭营业收入96.01亿元，规模同比下降4.51%。

**表5 公司原煤产销情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）**

| 时间 | 项目 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能利用率 | 产销率 | 销售均价(不含税) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 年 | 大阳煤矿 | 180 | 193.02 | 194.34 | 107.23 | 100.68 | 844.96 |
| | 唐安煤矿 | 180 | 214.13 | 207.18 | 118.96 | 96.75 | 876.25 |
| | 伯方煤矿 | 210 | 210.13 | 205.12 | 100.06 | 97.62 | 907.84 |
| | 望云煤矿 | 120 | 80.17 | 79.8 | 66.81 | 99.54 | 907.84 |
| | 永胜煤矿 | 120 | 145.25 | 130.45 | 121.04 | 89.81 | 403.48 |
| | 口前 | 90 | 131.72 | 103.6 | 146.36 | 78.65 | 494.17 |
| | 宝欣 | 90 | 95.12 | 95.09 | 105.69 | 99.97 | 822.93 |
| | 玉溪煤矿 | 240 | 253.05 | 248.85 | 105.44 | 98.34 | 745.74 |
| | 同宝煤业 | 90 | 18.37 | 13.22 | - | 71.96 | 486.15 |
| | 沁裕煤矿 | 90 | 39.37 | 21.18 | - | 53.80 | 706.32 |
| | **合计** | **1,410** | **1,380.33** | **1,298.83** | **107.53** | **94.10** | **739.13** |
| 2022 年 | 大阳煤矿 | 180 | 190.04 | 188.51 | 105.58 | 99.19 | 1163.87 |
| | 唐安煤矿 | 180 | 195.01 | 186.24 | 108.34 | 95.5 | 1128.01 |
| | 伯方煤矿 | 210 | 209.6 | 222.56 | 99.81 | 106.18 | 1160.58 |
| | 望云煤矿 | 120 | 102.16 | 104.14 | 85.13 | 101.94 | 563.61 |
| | 永胜煤矿 | 120 | 129.32 | 129.32 | 107.77 | 100 | 440.69 |
| | 口前 | 90 | 118.95 | 119.2 | 132.17 | 100.21 | 617.64 |
| | 宝欣 | 90 | 91.5 | 91.89 | 101.67 | 100.43 | 1030.6 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 玉溪煤矿 | 240 | 101.66 | 113.31 | 42.36 | 111.46 | 1095.54 |
| | 同宝煤业 | 90 | 7.69 | 8.1 | - | - | - |
| | 沁裕煤矿 | 90 | - | - | - | - | - |
| | **合计** | **1,410** | **1,145.93** | **1,163.27** | **92.54** | **101.51** | **944.60** |

注：本表的销量包括内部销售；同宝煤业于 2023 年 11 月转入生产矿井，沁裕煤矿于 2024 年 1 月转入生产矿井，以上两家煤矿未纳入产能利用率计算。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭生产成本主要由材料费、电力费、折旧费、安全费、维检费、工资及福利费构成，其中人工工资为近年来公司主要成本支出。2023年公司吨煤成本上升至288.63元/吨，主要系计提的安全费用和折旧费用增长以及材料动力成本上升；同时由于公司外采保供煤增加，近年来公司煤炭产品营业成本大幅上涨，导致公司煤炭业务毛利率下降17.06个百分点。

**表6 公司吨煤成本构成情况（单位：元/吨）**

| 项目 | 2023年 | | 2022年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占总成本比例 | 金额 | 占总成本比例 |
| 材料费、燃料、动力成本 | 40.71 | 14.10% | 38.54 | 14.13% |
| 电力费 | 12.60 | 4.37% | 13.40 | 4.91% |
| 折旧费 | 34.61 | 11.99% | 28.57 | 10.47% |
| 安全费 | 43.99 | 15.24% | 39.19 | 14.37% |
| 维简费（含井巷费） | 10.00 | 3.46% | 10.00 | 3.67% |
| 工资及福利费 | 110.43 | 38.26% | 115.33 | 42.27% |
| 其他支出 | 36.29 | 12.57% | 27.78 | 10.18% |
| **合计** | **288.63** | **100.00%** | **272.81** | **100.00%** |

注：以上为公司煤炭单位生产成本。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭产品销售客户主要以化工、电力、冶金等客户为主，且多为长期合作关系，主要销往河南、湖北、浙江、山东、安徽等地。结算方式方面，公司主要以现金和银行承兑汇票为主，通常在收到全额货款后发货，对于部分长期合作的战略客户予以一定账期。总的来看，2023年公司煤炭下游客户较为稳定，客户集中度水平不高。

综合来看，2023年公司煤炭业务规模扩大，产销量均持续提升，但仍无法抵消煤价回落的影响，全年煤炭收入规模小幅下降。同时我们也关注到煤炭价格处于相对高位，未来如果煤炭价格持续回落，或将对公司业绩造成不利影响。

### （二）煤化工板块

公司主要煤化工产品包括尿素和己内酰胺，其中，尿素产品由分公司山西兰花科创化工分公司、山西兰花科创田悦化肥分公司（以下简称“田悦分公司”）和全资子公司山西兰花煤化工有限责任公司（以下简称“煤化工公司”）负责生产与销售；己内酰胺则由分公司新材料分公司负责生产与销售。截

至2023年末，公司尿素年产能100万吨，己内酰胺年产能14万吨。公司尿素生产工艺采用DCS集散控制、双甲、醇烃化、海德鲁大颗粒造粒，己内酰胺生产工艺采用环已稀法。

二甲醚产品由全资子公司山西兰花清洁能源有限责任公司（以下简称“兰花清洁能源”）和控股子公司山西兰花丹峰化工股份有限公司（以下简称“丹峰化工”）负责生产与销售；但近两年来受市场和环保因素影响，两家二甲醚生产企业基本处于停产状态。2024年4月经公司董事会审议，由于两家企业净资产变为负数，公司预计难以收回对其投资，对公司持有的兰花清洁能源长期股权投资全额计提资产减值准备（本期计提10.60亿元，对合并报表利润无影响），对兰花清洁能源、丹峰化工应收款项按预计无法收回的信用损失率计提信用损失（影响合并报表利润总额1.00亿元）。

公司生产尿素的原材料包括原料煤（无烟煤的块煤）、燃料煤（无烟煤的末煤）和电力，以上合计能占到尿素生产成本的80%以上。公司生产尿素所用煤炭主要是公司内部市场价采购，原料供应较有保障。2023年公司实现尿素产量96.78万吨、销量97.65万吨，同比均实现提升，同时由于成本有所下降，毛利率较去年同期小幅上升；2023年公司实现己内酰胺产量10.10万吨、销量10.11万吨，同比均有所下降，且由于成本价格持续出现倒挂，导致业务存在亏损。2023年公司存在少量二甲醚生产，随着两家二甲醚生产企业持续停产，预计二甲醚业务收入将不断缩减。

**表7 公司煤化工产品产销情况**

| 产品 | 项目 | 2023 年 | 2022 年 |
|---|---|---|---|
| 尿素 | 产能（万吨） | 100 | 100 |
| | 产量（万吨） | 96.78 | 81.38 |
| | 销量（万吨） | 97.65 | 81.95 |
| | 均价（元/吨） | 2,249.72 | 2,462.95 |
| | 单位成本（元/吨） | 1,853.72 | 2,103.79 |
| | 产销率 | 100.90% | 100.7% |
| | 收入（万元） | 219,703 | 202,010 |
| | 毛利率 | 16.85% | 14.12% |
| 二甲醚 | 产能（万吨） | 20 | 20 |
| | 产量（万吨） | 0.81 | 1.72 |
| | 销量（万吨） | 0.37 | 1.7 |
| | 均价（元/吨） | 3,255.56 | 3,421.20 |
| | 单位成本（元/吨） | 3,775.28 | 3,915.62 |
| | 产销率 | 45.68% | 98.84% |
| | 收入（万元） | 1,202 | 5,828 |
| | 毛利率 | -16.27% | -9.66% |
| 己内酰胺 | 产能（万吨） | 14 | 14 |
| | 产量（万吨） | 10.10 | 12.5 |
| | 销量（万吨） | 10.11 | 12.58 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 均价（元/吨） | 10,914.92 | 11,862.13 |
| | 单位成本（元/吨） | 11,310.65 | 12,646.4 |
| | 产销率 | 100.10% | 100.64% |
| | 收入（万元） | 110,354 | 149,177 |
| | 毛利率 | -5.48% | -8.53% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司主要面向国网山西省电力公司、晋城市益兴达工贸股份有限公司、兰花集团等供应商采购煤化工产品生产所需的电力、煤炭、材料配件等产品。其中，兰花集团为公司控股股东，公司对其采购为关联交易。2023年，公司煤化工业务对前五大供应商采购占比为40.19%，集中度尚可。销售方面，公司产品主要销往山西、江苏、浙江等省市的商贸公司和农资公司，销售模式为先款后货，采用现金和银行承兑汇票进行货款结算。2023年公司煤化工前五大客户的销售集中度水平不高。

公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，煤矿企业面临瓦斯、顶板、水害等地质风险，煤化工企业生产具有高温高压、易燃易爆、有毒有害等行业特点。同时，环保政策趋严使得公司面临的环保标准上升，近年来公司加大环保投入并按照有关要求进行错峰生产，而且随着矿井开采年限的增加，矿区可能会出现一定程度的地表沉陷，使得公司安全生产投入较大，近年来公司安全生产较为平稳，未出现重大安全生产事故。随着近年来晋城市被列入京津冀环境污染通道“2+26”城市，各级环保部门对企业生产过程中所产生的废水、废气、废渣等环保治理要求更趋严格。2023年9月公司收到晋城市大气污染防治工作领导组下发的《关于明确2023-2024年秋冬季重点行业企业差异化应急管控措施的通知》，对煤化工公司、田悦分公司等下属公司实行了差异化管控、轮流停产减排。整体来看，公司面临一定的安全生产风险和环保压力。

# 六、财务分析

## 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告以及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围内新增两家子公司山西兰科煤层气利用科技有限公司和山西兰花科创煤炭洗选有限公司，减少一家子公司兰兴煤业。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共计21家，见附录四。

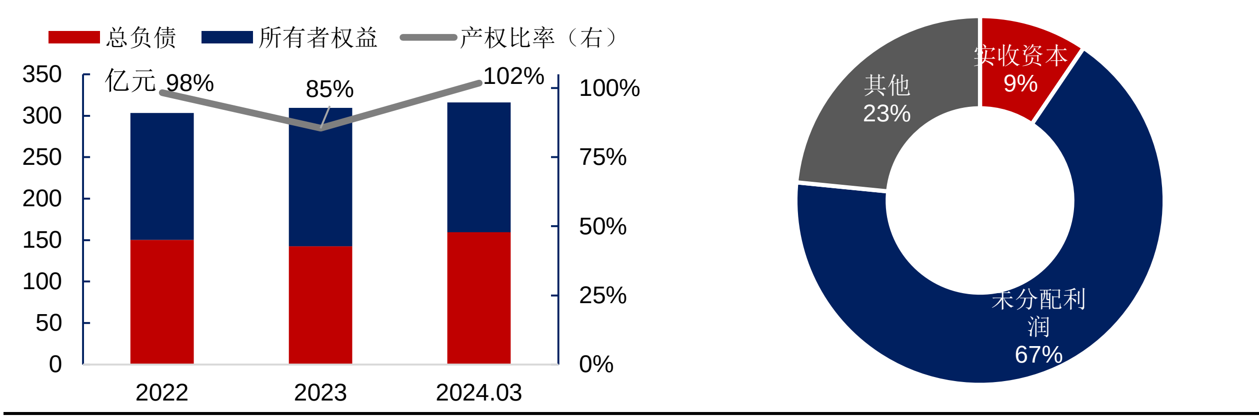
## 资本实力与资产质量

**近年来公司现金分红力度较大，产权比率小幅上升；公司资产以生产矿井、在建煤炭及煤化工项目、采矿权等经营性资产为主，符合行业特征，但部分资产受限，资产流动性较弱**

近年来受益于利润累积，2023年公司资本实力继续增强，由于公司分别于2023年6月和2024年2月实

施了利润分配，合计分红总额达22.56亿元，受此影响2024年3月末公司所有者权益下降至156.58亿元。近年来公司负债总额小幅波动增长，2024年3月末公司产权比率为101.86%，所有者权益对负债的保障程度较上年末有所减弱。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、盈余公积和实收资本等构成，其中未分配利润占比为67%。

**图 10 公司资本结构** **图 11 2024 年 3 月末公司所有者权益构成**




资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司资产规模保持小幅增长，以非流动资产为主，占比为71.45%，其中货币资金、固定资产、在建工程及无形资产占比较高。

公司货币资金主要包括库存现金、银行存款和其他货币资金，受2023年现金分红影响，整体规模未现显著增长。其中其他货币资金主要由土地复垦专项基金、银行承兑汇票保证金和国内信用证保证金等构成，使用受限。公司固定资产主要包括生产矿井和相关机器设备，2023年末公司占总资产比重为41.93%。截至2023年末，公司尚未办妥产权证书的固定资产账面价值13.08亿元。公司在建工程主要为在建煤矿和煤化工项目，2023年末随着部分项目完工转固，规模大幅下降。公司无形资产主要为采矿权、土地使用权和探矿权，2023年末占总资产的比重为16.83%。截至2023年末，公司尚未办妥产权证书的土地使用权账面价值1.97亿元。

公司存货主要为煤炭、煤化工产品原材料及库存商品，2023年末公司存货账面价值为5.35亿元。公司按照成本与可变现净值孰低法确认存货期末价值并计提存货跌价准备，截至2023年末，公司存货计提跌价准备余额为0.28亿元。公司应收款项融资主要系执行新金融工具准则将部分银行承兑汇票重分类到应收账款融资。公司长期股权投资主要为联营企业大宁能源，公司持股41%，主营业务为销售无烟煤。近年大宁能源经营效益较好，2022年公司按权益法确认投资收益2.83亿元。

截至 2023 年末，公司受限资产金额为 13.91 亿元，占总资产的比重为 4.50%，主要由货币资金 5.28 亿元、应收票据 2.15 亿元和固定资产 6.48 亿元构成。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 61.20 | 19.36% | 55.15 | 17.83% | 53.65 | 17.68% |
| 应收款项融资 | 10.80 | 3.42% | 12.66 | 4.09% | 20.20 | 6.66% |
| 存货 | 8.68 | 2.75% | 5.35 | 1.73% | 4.60 | 1.52% |
| **流动资产合计** | **90.24** | **28.55%** | **83.03** | **26.84%** | **84.99** | **28.01%** |
| 长期股权投资 | 21.65 | 6.85% | 21.53 | 6.96% | 19.22 | 6.34% |
| 固定资产 | 127.35 | 40.29% | 129.73 | 41.93% | 103.64 | 34.16% |
| 在建工程 | 19.48 | 6.16% | 17.49 | 5.65% | 36.05 | 11.88% |
| 无形资产 | 51.64 | 16.34% | 52.06 | 16.83% | 55.47 | 18.28% |
| **非流动资产合计** | **225.82** | **71.45%** | **226.35** | **73.16%** | **218.43** | **71.99%** |
| **资产总计** | **316.07** | **100.00%** | **309.37** | **100.00%** | **303.42** | **100.00%** |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

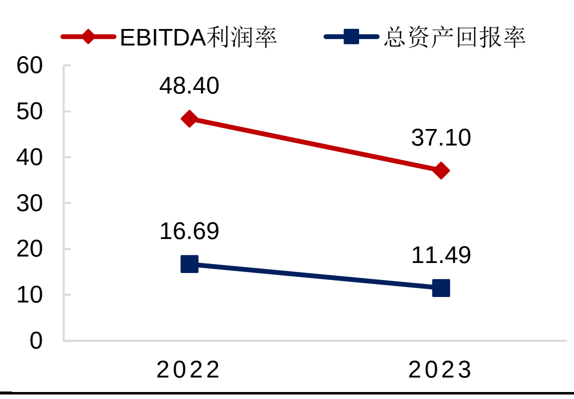
## 盈利能力

**公司盈利能力受煤价影响程度较高，2023年煤价回落导致盈利能力出现明显下滑，且2024年一季度较上年同期亦大幅下降**

公司主营业务为煤炭的生产和销售，同时向下游延伸煤化工相关产业，2023年公司实现营业收入132.84亿元，规模同比小幅下降。分业务来看，受2023年煤炭销售均价回落影响，公司煤炭业务收入出现小幅下滑；同时由于尿素、己内酰胺等主要化工产品价格下降，煤化工业务收入亦同步下滑。毛利率方面，随着煤炭价格下降，以及公司外采保供煤增加带来的成本端压力，2023年公司销售毛利率下降至41.68%。2024年一季度，由于煤价较去年同期下降，公司营业收入较上年同期下降25.03%，同时归属于上市公司股东的净利润下降幅度较大，比上年同期减少82.55%。

非经营损益方面，公司投资收益主要来自参股公司大宁能源的分红，近年来公司确认大宁能源投资收益规模较大，对公司利润形成一定补充。随着公司营业成本的大幅抬升，2023年公司归属于上市公司股东的净利润大幅下降至20.98亿元，但整体规模仍较为可观。2023年公司EBITDA利润率为37.10%，较上年下降11.30个百分点；公司总资产回报率亦下降5.20个百分点。整体来看，公司盈利能力受煤价影响程度较高，2023年煤价回落导致盈利能力出现明显下滑，未来煤价若继续回落公司业绩或将进一步承压。

**图 12 公司盈利能力指标情况（单位：%）**




资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**公司总债务规模较大且存在一定的集中偿付压力；公司现金生成能力受煤价回落影响明显减弱，考虑到公司在建煤矿尚需投入较多，仍面临一定的资金支出压力**

截至2024年3月末，公司总债务规模为97.64亿元，规模有所增长，主要融资渠道包括银行借款和债券融资；其中短期借款占总负债的比重为19.69%，主要包括信用借款、质押借款和保证借款；长期借款占总负债的比重为19.59%，主要为信用借款和保证借款。公司应付债券为“23兰创01”和“23兰创02”，截至2024年3月末，余额为19.94亿元，票面利率分别为4.20%和3.61%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和融资租赁款。从到期期限来看，截至2024年3月末，公司总债务中一年以内到期的规模为45.41亿元，占比46.51%，存在一定的集中偿付压力，期限结构有待进一步优化。经营性负债方面，公司应付账款主要为尚未结算的工程款，合同负债主要为尚未结算的货款。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2024 年 3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 31.41 | 19.69% | 20.42 | 14.32% | 33.29 | 22.13% |
| 应付账款 | 25.95 | 16.27% | 26.66 | 18.70% | 27.75 | 18.45% |
| 合同负债 | 10.84 | 6.80% | 6.48 | 4.54% | 9.34 | 6.21% |
| 一年内到期的非流动负债 | 11.65 | 7.30% | 9.36 | 6.57% | 10.07 | 6.69% |
| **流动负债合计** | **95.37** | **59.80%** | **79.28** | **55.60%** | **100.61** | **66.88%** |
| 长期借款 | 31.24 | 19.59% | 30.33 | 21.27% | 21.26 | 14.14% |
| 应付债券 | 19.94 | 12.50% | 19.94 | 13.98% | 19.98 | 13.28% |
| 预计负债 | 9.58 | 6.01% | 9.61 | 6.74% | 4.13 | 2.74% |
| **非流动负债合计** | **64.11** | **40.20%** | **63.31** | **44.40%** | **49.81** | **33.12%** |
| **负债合计** | **159.49** | **100.00%** | **142.59** | **100.00%** | **150.42** | **100.00%** |
| 总债务合计 | 97.64 | 61.22% | 83.06 | 58.25% | 86.78 | 57.69% |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 其中：短期债务 | 45.41 | 28.47% | 31.71 | 22.24% | 43.90 | 29.18% |
| 长期债务 | 52.23 | 32.75% | 51.34 | 36.01% | 42.89 | 28.51% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，受盈利能力下降影响，2023年公司FFO规模大幅下降。同时公司经营活动现金流虽仍保持净流入，但规模亦显著收缩。投资活动方面，2023年公司投资活动现金流呈持续净流出，主要系公司近年来购建固定资产、在建工程支出规模较大所致。由于公司投资性现金流主要用于煤矿等大型项目建设，考虑到目前公司在建项目较多，且短期债务规模较大，面临一定的资金压力。此外，近年来公司偿还债务、分配股利规模较大，筹资活动产生的现金净流出规模维持在较高水平。

从杠杆状况指标来看，2024年3月末公司资产负债率为50.46%，水平有所回升。2022年公司净债务/EBITDA、FFO/净债务指标受公司盈利水平下降影响，表现均有所弱化。2022年公司EBITDA利息保障倍数为12.25，略有下降但保障水平仍较好。2024年3月末公司总债务/总资本虽有回升但仍处于较低水平。整体来看，近年来公司杠杆状况指标均有所回落但仍较为可观。

**表10　公司现金流及杠杆状况指标**

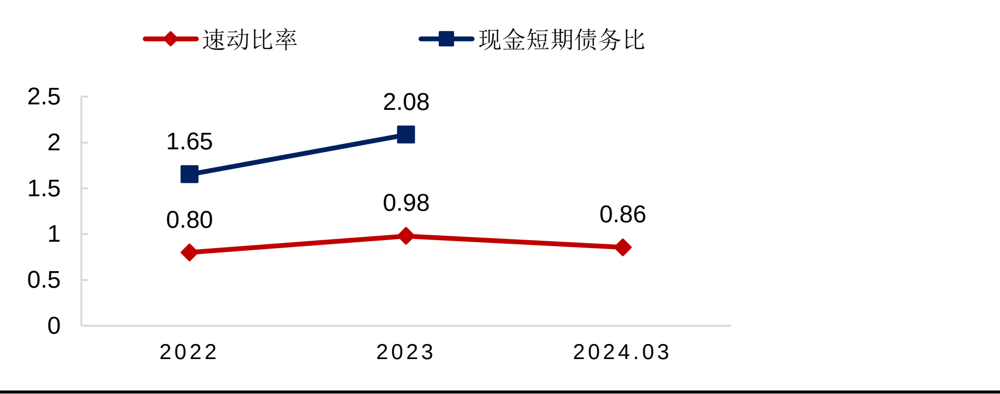
| 指标名称 | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 |
|---|---|---|---|
| 经营活动净现金流（亿元） | 5.38 | 26.73 | 56.99 |
| FFO（亿元） | -- | 16.04 | 29.98 |
| 资产负债率 | 50.46% | 46.09% | 49.58% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.40 | 0.24 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 12.25 | 14.38 |
| 总债务/总资本 | 38.41% | 33.24% | 36.19% |
| FFO/净债务 | -- | 81.55% | 179.30% |
| 经营活动净现金流/净债务 | 22.14% | 135.84% | 340.91% |
| 自由现金流/净债务 | 17.05% | 103.78% | 310.63% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性比率来看，截至2023年末，公司速动比率为0.98，现金短期债务比为2.08，同比均有所上升。整体来看，公司流动性指标表现整体继续改善。

备用流动性方面，公司作为上市公司融资渠道较为畅通，截至2023年末公司尚可使用的银行授信额度超过60.00亿元，此外公司非受限资产规模较大，必要时也可通过抵押或质押等形式为公司提供一定的流动性补充。

图 13 公司流动性比率情况




资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

# 七、其他事项分析

## （一）ESG 风险因素

**中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响**

**环境因素、社会因素**

环境方面，根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

**公司治理**

制度方面，跟踪期内，公司按照国务院关于《关于上市公司独立董事制度改革的意见》和中国证监会《上市公司独立董事管理办法》，修订完善了《独立董事制度》和《董事会专门委员会工作细则》，并对公司章程相关内容进行了修订，进一步发挥独立董事作用。此外，公司制定了《2023-2025 年股东分红回报规划》，规定“在满足公司持续经营和长期发展的前提下，公司原则上每年进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于公司股东净利润的 30%”。

人员方面，跟踪期内公司高管人员无重大变动，公司董事长刘海山于 2024 年 2 月至今任公司董事长兼总经理。管理方面，2023 年公司管理模式及组织架构均未发生重大调整。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2024年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无

到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2024年5月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

### （三）或有事项分析

（1）因建筑设备租赁合同纠纷，2023年7月21日，中煤第一建设有限公司向晋城仲裁委员会申请仲裁，请求1、山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司支付租赁费3,373,646.7元；2、支付滞纳金4,635,390.57元；3、承担办理本案产生的律师费、差旅费等办案费用，暂计30,000元；4、承担全部仲裁费用。2023年8月15日，山西省晋城市中级人民法院根据中煤第一建设有限公司2023年8月9日向晋城仲裁委员会的保全申请，作出民事裁定“（2023）晋05财保29号”，冻结被申请人山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司名下银行账户存款人民币8,039,037.27元，期限为一年。截至2024年4月末，该仲裁尚未裁决。

（2）2023年11月22日，山西省晋城市中级人民法院根据河南理工大学诉前财产保全申请，作出民事裁定“（2023）晋05财保34号”，冻结被申请人山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司名下银行账户存款人民币4,130,000元，期限为一年。2023年12月25日，河南理工大学对山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司、河南神华能源工程有限公司（第三人）因技术开发合同纠纷提起诉讼，请求1、被告向原告支付技术开发费、工程试验技术服务费（工程施工费）共295万；2、被告支付逾期付款违约金，以295万为基数，按每日万分之三，从2020年2月1日起计算至实际清偿之日止，暂计算至2023年9月28日为1,181,474元；3、诉讼费、保全费等费用由被告承担。截至2024年4月末，该诉讼正在审理，尚未判决。

（3）因煤炭买卖合同纠纷，2022年8月2日，广西林业集团桂谷实业有限公司提起诉讼，请求1、判决确认其与公司所签订《煤炭买卖合同》于2022年3月4日解除；2、判决公司返还其预付货款39,200,000.00元；3、判决公司赔偿其第2项请求金额的资金占用损失，暂计至2022年8月2日为8,001,674.79元，此后资金占用损失另计至清偿全部货款及损失止。2022年9月2日，公司向晋城市城区人民法院提交民事答辩状，因煤炭买卖合同已实际履行，请求法院依法驳回广西林业集团桂谷实业有限公司的诉讼请求。截至2024年4月末，该诉讼正在审理，尚未判决。

（4）2023年12月14日，山西省朔州市平鲁区人民法院作出民事判决“（2023）晋0603民初874号”，判决公司支付张荣、池满贞、胡志平迟延付款违约金共计2,165.0985万元。2024年1月2日，公司向朔州市中级人民法院提交民事上诉状，认为一审人民法院认定事实错误，适用法律错误，请求法院依法驳回张荣、池满贞、胡志平全部诉讼请求。截至2024年4月末，该诉讼尚未开庭审理。

## 八、结论

公司是晋城市人民政府实际控制的一家从事煤炭、化肥和化工等产品的生产和销售的上市公司，公

司拥有良好的资源禀赋，煤种品种较好、资源储量较大、可采年限较长，矿区区位交通便利，近年下属资源整合矿井逐步转入生产矿井，在产产能持续爬坡，主业竞争力持续巩固。同时我们也注意到，公司煤炭和煤化工两大主导产业均为高危行业，安全生产和环保是公司始终将面临的压力；公司主营业务具有较强的周期性，盈利能力对于煤价波动敏感程度较高，2023年盈利能力及现金生成能力下降；在建煤矿存在持续的资金支出需求，2023年末公司总债务规模较大，债务期限较短，存在一定的集中偿付压力。整体来看，公司抗风险能力较好。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“23兰创01”、“23兰创02”的信用等级均为AA+。

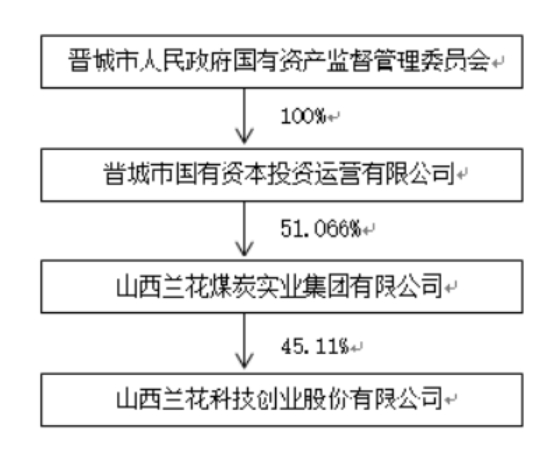
# 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024 年 3 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 61.20 | 55.15 | 53.65 | 27.00 |
| 应收账款 | 1.21 | 1.74 | 0.92 | 1.00 |
| 应收款项融资 | 10.80 | 12.66 | 20.20 | 25.91 |
| 存货 | 8.68 | 5.35 | 4.60 | 6.07 |
| 流动资产合计 | 90.24 | 83.03 | 84.99 | 69.47 |
| 长期股权投资 | 21.65 | 21.53 | 19.22 | 14.04 |
| 固定资产 | 127.35 | 129.73 | 103.64 | 110.85 |
| 在建工程 | 19.48 | 17.49 | 36.05 | 30.03 |
| 无形资产 | 51.64 | 52.06 | 55.47 | 56.70 |
| 非流动资产合计 | 225.82 | 226.35 | 218.43 | 217.79 |
| 资产总计 | 316.07 | 309.37 | 303.42 | 287.26 |
| 短期借款 | 31.41 | 20.42 | 33.29 | 53.95 |
| 应付账款 | 25.95 | 26.66 | 27.75 | 23.61 |
| 合同负债 | 10.84 | 6.48 | 9.34 | 9.30 |
| 其他应付款 | 4.70 | 4.73 | 5.80 | 5.24 |
| 一年内到期的非流动负债 | 11.65 | 9.36 | 10.07 | 8.73 |
| 流动负债合计 | 95.37 | 79.28 | 100.61 | 116.83 |
| 长期借款 | 31.24 | 30.33 | 21.26 | 11.00 |
| 应付债券 | 19.94 | 19.94 | 19.98 | 19.98 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 1.24 | 3.80 |
| 预计负债 | 9.58 | 9.61 | 4.13 | 4.17 |
| 非流动负债合计 | 64.11 | 63.31 | 49.81 | 41.45 |
| 负债合计 | 159.49 | 142.59 | 150.42 | 158.28 |
| 总债务合计 | 97.64 | 83.06 | 86.78 | 100.88 |
| 其中：短期债务 | 45.41 | 31.71 | 43.90 | 65.95 |
| 总债务 | 97.64 | 83.06 | 86.78 | 100.88 |
| 所有者权益 | 156.58 | 166.78 | 153.00 | 128.98 |
| 营业收入 | 22.62 | 132.84 | 141.56 | 128.60 |
| 营业利润 | 2.07 | 33.13 | 50.38 | 30.51 |
| 净利润 | 0.79 | 23.07 | 32.96 | 20.03 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5.38 | 26.73 | 56.99 | 32.87 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.29 | -3.82 | -4.36 | -8.15 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 2.29 | -23.18 | -24.70 | -16.42 |
| **财务指标** | **2024 年 3 月** | **2023 年** | **2022 年** | **2021 年** |
| EBITDA（亿元） | -- | 49.28 | 68.51 | 53.55 |
| FFO（亿元） | -- | 16.04 | 29.98 | 24.35 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 净债务（亿元） | -- | 19.67 | 16.72 | 48.52 |
| 销售毛利率 | 29.05% | 41.68% | 54.50% | 47.47% |
| EBITDA 利润率 | -- | 37.10% | 48.40% | 41.64% |
| 总资产回报率 | -- | 11.49% | 16.69% | 12.70% |
| 资产负债率 | 50.46% | 46.09% | 49.58% | 55.10% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.40 | 0.24 | 0.91 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 12.25 | 14.38 | 8.58 |
| 总债务/总资本 | 38.41% | 33.24% | 36.19% | 43.89% |
| FFO/净债务 | -- | 81.55% | 179.30% | 50.19% |
| 经营活动净现金流/净债务 | -- | 135.84% | 340.91% | 67.74% |
| 自由现金流/净债务 | -- | 103.78% | 310.63% | 51.45% |
| 速动比率 | 0.86 | 0.98 | 0.80 | 0.54 |
| 现金短期债务比 | -- | 2.08 | 1.65 | 0.83 |

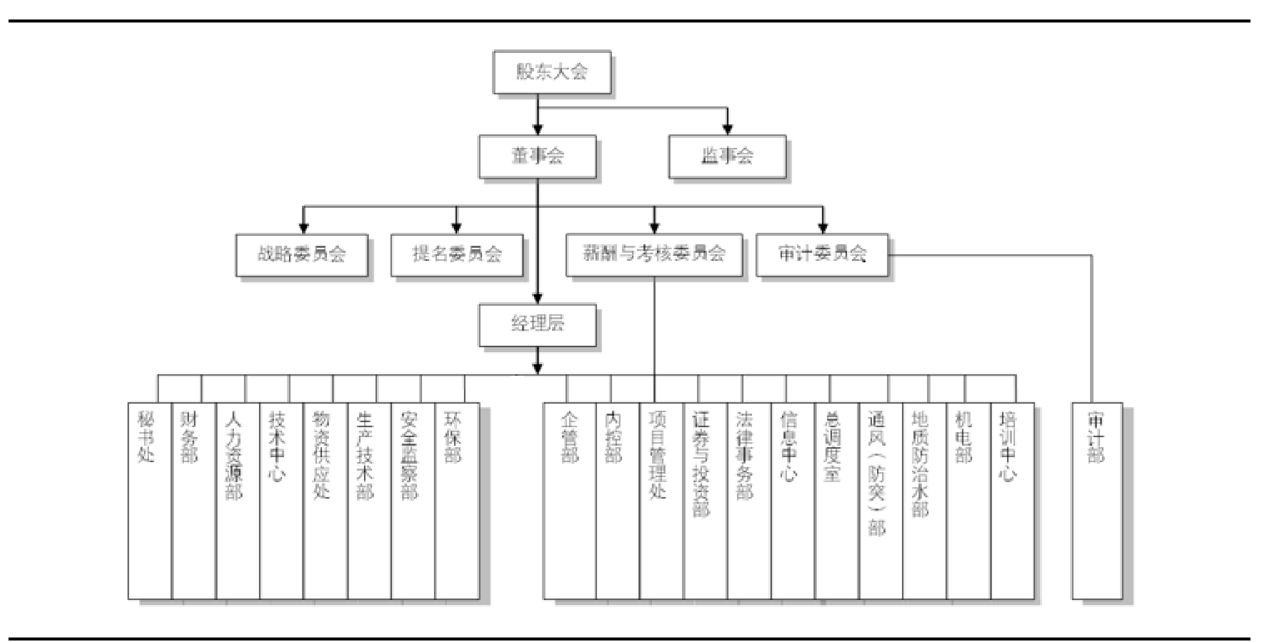
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）




资料来源：公司 2023 年年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）




资料来源：公司提供




# 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 子公司名称 | 注册资本（万元） | 业务性质 | 持股比例(%) | | 取得方式 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 直接 | 间接 | |
| 山西兰花清洁能源有限责任公司 | 110,800.00 | 煤化工 | 100.00 | - | 设立 |
| 山西兰花能源集运有限公司 | 5,000.00 | 其他 | 72.00 | - | 设立 |
| 山西兰花科创玉溪煤矿有限责任公司 | 43,467.50 | 采掘业 | 53.34 | - | 设立 |
| 山西兰花焦煤有限公司 | 52,500.00 | 煤炭企业 | 80.00 | - | 设立 |
| 山西兰花科创销售有限公司 | 20,000.00 | 商品流通业 | 100.00 | - | 设立 |
| 山西兰花包装制品有限公司 | 2,393.00 | 制造业 | 96.00 | - | 设立 |
| 山西兰花同宝煤业有限公司 | 20,000.00 | 采掘业 | 51.00 | - | 设立 |
| 山西兰花百盛煤业有限公司 | 20,000.00 | 采掘业 | 51.00 | - | 设立 |
| 山西兰花煤化工有限责任公司 | 119,967.92 | 煤化工 | 100.00 | - | 同一控制下企业合并 |
| 山西兰花机械制造有限公司 | 4,416.00 | 制造业 | 100.00 | - | 同一控制下企业合并 |
| 山西朔州山阴兰花口前煤业有限公司 | 123,700.00 | 采掘业 | 100.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 山西兰花丹峰化工股份有限公司 | 28,570.00 | 煤化工 | 51.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 沁水县贾寨煤业投资有限公司 | 800.00 | 煤炭企业 | 100.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 山西朔州平鲁区兰花永胜煤业有限公司 | 81,404.00 | 采掘业 | 100.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 山西古县兰花宝欣煤业有限公司 | 50,000.00 | 采掘业 | - | 55.00 | 设立 |
| 山西欣成鑫贸易有限公司 | 500.00 | 商品流通业 | - | 55.00 | 设立 |
| 山西兰花沁裕煤矿有限公司 | 10,000.00 | 采掘业 | 53.20 | - | 同一控制下企业合并 |
| 山西兰花集团芦河煤业有限公司 | 19,000.00 | 采掘业 | 51.00 | - | 同一控制下企业合并 |
| 山西兰花气体有限公司 | 50,000.00 | 煤化工 | 100.00 | - | 设立 |
| 山西兰科煤层气利用科技有限公司 | 5,000.00 | 其他 | 40.00 | - | 设立 |
| 山西兰花科创煤炭洗选有限公司 | 10,000.00 | 煤炭洗选企业 | 100.00 | - | 设立 |

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理




# 附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
| --- | --- |
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出） |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流（FCF） | 经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出 |
| 毛利率 | （营业收入-营业成本）/营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA /营业收入×100% |
| 总资产回报率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | （流动资产-存货）/流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

# 附录六 信用等级符号及定义

## 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|---|---|
| **AAA** | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| **AA** | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| **A** | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| **BBB** | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| **BB** | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| **B** | 债务安全性低，违约风险高。 |
| **CCC** | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| **CC** | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| **C** | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|---|---|
| **AAA** | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| **AA** | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| **A** | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| **BBB** | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| **BB** | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| **B** | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| **CCC** | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| **CC** | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| **C** | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|---|---|
| **aaa** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| **aa** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| **a** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| **bbb** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| **bb** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| **b** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| **ccc** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| **cc** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| **c** | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 四、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|---|---|
| **正面** | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| **稳定** | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| **负面** | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |